

学校编码: 10384  
学号: 17620061151361

分类号\_\_\_\_密级\_\_\_\_  
UDC\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

再融资监管政策下的市场择机效应的实证  
检验

Empirical Test of Market Timing Effect on Seasoned Equity  
Offerings Under the Regulation Policies

易 勇

指导教师姓名: 沈艺峰 教授  
专 业 名 称: 企业管理  
论文提交日期: 2009 年 6 月  
论文答辩时间: 2009 年 月  
学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_  
评 阅 人: \_\_\_\_\_

2009 年 6 月

厦门大学博硕士论文摘要库

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 摘要

近年来,随着行为金融研究的发展与深入,传统金融学的一些基本假设如投资者理性、市场有效等越来越受到人们的质疑,国内外学者开始从投资者非理性、市场非完全有效的视角,研究资本市场环境对公司融资选择的影响,发现企业融资活动中确实存在着市场择机效应。这个问题的研究对中国的资本市场尤其重要,因为中国资本市场发展历史短,市场制度不健全,监管部门从规范和稳定市场的角度出发,长期以来颁布了多项再融资监管法规,以调控上市公司的再融资行为。再融资条件的设置,使得企业融资市场择机的自由度受到了制度性约束,市场条件对企业融资行为的影响效果取决于股票市价与监管规则双重因素。鉴于此,本文试图以我国的股权再融资为研究对象,借鉴 Alt(2006)的研究方法,并结合证券市场的再融资监管政策,检验再融资监管政策下的市场择机效应。

全文共分六章:第一章(研究综述)介绍了研究背景、研究内容和意义,构建了本文的研究框架。第二章介绍我国上市公司股权再融资的政策演变,并对证券监管的原因进行了总结。第三章为文献回顾,包括市场择机的理论基础和实证研究的回顾。第四章为研究设计,详细说明了数据来源和样本选择、研究变量的定义及度量、研究假设和研究程序。第五章为实证研究结果与分析,首先基于全样本对再融资的市场择机效应进行检验,然后分离配股、增发样本,并加入再融资政策变量,对再融资的市场择机效应进行检验。第六章给出本文研究结论和启示,并指出本文研究的局限性,对后续研究的改进方向提出建议。

实证结果表明:我国上市公司的股权再融资行为具有市场择机效应,市场时机与再融资规模显著相关;这种市场择机效应既不是由再融资后的投资需求引起,也不是出于热市公司调整财务杠杆的动机。再融资规模的市场时机,既包括市价时机,也包括再融资监管政策变化的时机,后者在配股中约占 5.3%,在增发中约占 32%,政策监管大大限制了公司的市场择机能力。再融资政策与再融资规模存在显著的负相关性,不论是配股还是增发的政策变更,对公司的再融资规模确实起到实质性的影响。

**关键词:** 市场择机; 股权再融资; 监管政策

厦门大学博硕士论文摘要库



## **Abstract**

In recent years, with the development and enrichment of behavior finance theory, many basic assumptions in traditional finance such as rational investors and effective market are questioned by more and more people. Many domestic and foreign scholars began to research the impact of capital market environment on the financing behavior from the perspective of irrational investors and inefficient market. Their studies found that the market timing effect really exists in corporate finance activities. This research is especially important in Chinese capital market, because the development history of Chinese capital market is quite short, so market system is not perfect. The supervision department has long promulgated many supervision laws and regulations on SEO to regulate the refinancing behaviors of Chinese listed companies. To the policy, market timing is restricted by the refinancing policy from the government. So that, the effect of market condition on corporate financing depends on market price and policy. In view of this, this paper attempts to take the equity refinancing of Chinese listed companies as its study object, combining with the regulation policies in securities market, and examine the market timing effect on SEO based on the research methods of Alti (2006).

This paper includes six chapters. Chapter 1 (Review) introduces a research background, contents and significance, the framework of this paper. Chapter 2 introduces the policies evolution in SEO of Chinese listed companies, and summarize the reason of securities supervision. Chapter 3 includes literature review concerning the theoretical foundation and empirical research findings of Market Timing. Chapter 4 is about the research design. It details description of the data sources and sample selection, the definition and measurement of research variables, research supposition, research procedures. Chapter 5 is description and analysis of the empirical results. At first it tests the market timing effect based on the entire samples through the analysis of variance and multiple regression, and then based on the independent samples of share allotment and additional equity offer. Chapter 6 is the conclusion of the study and enlightenment in this paper, and puts forward the limitations of this study, makes

recommendations on the improvement direction of follow-up studies.

The empirical results show that the market timing effect is very significant in seasoned equity offerings, and Market Timing is highly correlated with the issuing size of SEO. This effect is not caused by the investment demand, also not stem from the motivation to adjust financial leverage. According to our analysis on regulation policies, the effects of market timing could be divided into two parts, one was based on price, and the other was based on regulation policies, the latter of which account for 5.3% in share allotment and 32% in additional equity offer. That's mainly because regulation policy has limited the companies' market timing ability greatly. We also found that regulation policy has significant negative correlation with issuing size of SEO. Whether the policies evolution in share allotment or additional equity offer, it has a substantial impact on the issuing size of SEO.

**Key Words:** Market Timing; Seasoned Equity Offerings; Regulation Policies

# 目 录

第一章 研究综述 .....	1
第一节 研究背景 .....	1
第二节 研究内容和意义 .....	2
第三节 研究思路及框架 .....	3
第二章 我国上市公司股权再融资的政策演变 .....	5
第一节 证券监管的理论基础 .....	5
第二节 我国上市公司股权再融资的政策演变 .....	8
第三章 文献回顾 .....	20
第一节 市场择机研究的理论基础 .....	20
第二节 市场择机的实证研究回顾 .....	22
第三节 对现有文献的评价 .....	33
第四章 研究设计 .....	35
第一节 数据来源与样本选择 .....	35
第二节 研究变量的定义及度量 .....	35
第三节 研究假设 .....	44
第四节 研究程序 .....	46
第五章 实证研究结果与分析 .....	48
第一节 基于全样本的市场择机效应检验 .....	48
第二节 分离配股增发样本的市场择机效应检验 .....	53
第六章 研究结论与讨论 .....	60
第一节 研究结论 .....	60
第二节 研究启示 .....	61
第三节 研究局限性和后续研究方向 .....	61
参 考 文 献 .....	63
附录 .....	67
致 谢 .....	72

## Contents

<b>Chapter 1 Introduction.....</b>	<b>1</b>
Section 1 Research Background .....	1
Section 2 Research Content and Significance.....	2
Section 3 Research Method and Framework .....	3
<b>Chapter 2 Policies Evolution in Seasoned Equity Offerings of Listed Companies in China.....</b>	<b>5</b>
Section 1 Theoretical Foundation of Securities Market Regulation .....	5
Section 2 Policies Evolution in SEO of Listed Companies in China .....	8
<b>Chapter 3 Literature Review .....</b>	<b>20</b>
Section 1 Theoretical Foundation of Research in Market Timing .....	20
Section 2 Market Timing Empirical Research Review.....	22
Section 3 Evaluation of Existing literature .....	33
<b>Chapter 4 Research Design .....</b>	<b>35</b>
Section 1 Data Origin and Sample Selecting .....	35
Section 2 Definition and Measurement of Variables.....	35
Section 3 Research Supposition .....	44
Section 4 Research Method and Research Procedure .....	46
<b>Chapter 5 Empirical Results and Analysis .....</b>	<b>48</b>
Section 1 Regression Tests and Analysis of Market Timing Effect Based on the Entire Samples .....	48
Section 2 Regression Tests and Analysis of Market Timing Effect Based on the Independent Samples .....	53
<b>Chapter 6 Conclusions and Discussions .....</b>	<b>60</b>
Section 1 Conclusions .....	60
Section 2 Research Enlightenment .....	61
Section 3 Limitations and Directions of Further Research .....	61
<b>Reference.....</b>	<b>63</b>
<b>Appendix.....</b>	<b>67</b>
<b>Acknowledgements .....</b>	<b>72</b>

## 第一章 研究综述

行为金融是金融学研究的新论题，近年来越来越引起学术界的关注。在它的影响下，公司财务领域内也形成了行为公司财务的研究范式。与经典财务理论相比，行为公司财务引入了行为因素的影响，它认为外部市场的无效性和内部管理者的非理性对公司的融资、投资、资本结构等方面存在着影响，从而将公司的融资决策与外部资本市场的情况紧密联系起来。在此基础上，Stein(1996)<sup>[52]</sup>提出了一种全新的资本结构理论——市场择机理论，并引发了许多进一步的相关研究。市场择机理论为我们研究公司财务问题提供了一种新的角度和方法，更加贴近资本市场的现实情况。本章主要介绍本文的研究背景、研究动机、研究思路及框架。

### 第一节 研究背景

2008年1月21日，中国平安公布1600亿元的再融资方案，创下A股有史以来的融资规模之最。此次大规模融资，中国平安也并没有违反监管部门的相关规定，但融资方案一公布，立即引发沪深大盘指数剧烈下挫，中国平安也连续跌停。“平安再融资”事件尚未平息，2008年2月20日，浦发银行再次抛出800亿元的再融资计划，市场出现恐慌性抛售，大盘一路下行，大秦铁路、中国联通等大盘蓝筹“下跌下跌再下跌”，即使公司出来澄清虚假的再融资计划也仍未得到市场认可，大盘在再融资的讨伐声中滑落年线以下。回首2007年上市公司股权再融资猛受追捧的情景，真是具有天渊之别。在短短一年时间内，股权再融资经历了从受追捧——受厌恶——破发——发行不出去——券商无奈包销的尴尬和无奈。

事实上，上市公司再融资是资本市场的重要功能，是市场实现资源配置的重要方式之一。在“十一五”规划建议中也明确提出要“积极发展股票、债券等资本市场”、“提高直接融资比重”。在2000年以前，我国上市公司再融资的惟一方式是配股，2000年、2001年又分别增加了增发、发行可转债融资方式。在再融资条件上，现行规定是公司上市一年后可以提出再融资要求，增发和发行可转债在ROE和融资规模要求上相对配股规定更加宽松一些，这就是近年来增发更受上市公司追捧的重要原因。

国内许多学者的研究发现,中国上市公司存在着股权融资偏好现象(沈艺峰,田静(1999)<sup>[59]</sup>;黄少安,张岗(2001)<sup>[61]</sup>;陆正飞,叶康涛(2004)<sup>[67]</sup>)。这种现象在2007年达到最高峰,有超过185家上市公司在当年进行了3500多亿元股权再融资,这是在证监会有严格的股权再融资资格限制的情况下发生的。但在早些年,上市公司股权融资的热潮似乎有所减弱,自2001年以来,进行股权再融资的上市公司数量和融资金额都出现明显减少,但是进入2006年以后,股权再融资规模又急剧增多。从另一方面来看,1999至2001年是股票市场的牛市阶段,2001年6月至2005年是股票市场的熊市阶段,2006年至2007年又是牛市阶段。这引起我们的思考:外部资本市场环境与公司的融资决策有什么联系?为何上市公司在不同阶段的融资方式选择会存在明显差异?这就是本文要探讨的主题:外部市场时机是如何影响公司融资决策的?

## 第二节 研究内容和意义

事实上,对企业融资市场择机的研究早已成为国外行为公司财务研究的热点问题,并形成了相当丰富的理论和实证研究成果。而在中国行为公司财务的研究刚刚起步,只在最近几年才有一些学者以行为财务理论为基础研究企业的融资问题。这个问题的研究对中国的资本市场尤其重要,因为中国资本市场发展历史短,市场制度仍不健全,难以为“有效市场”提供基础条件。中国股票市场短短十几年的发展历史,却历经多次牛熊市的频繁更替,正印证了的中国资本市场的无效。在投资者有限理性和资本市场非完全有效下,由股票错误定价(Mispricing)所引发的资本市场融资条件变化显著影响着企业的融资选择。而在监管政策方面,再融资条件的设置,使得企业选择融资市场时机的自由度受到了制度性约束,市场条件对企业融资行为的影响效果取决于股票市价与监管规则双重因素。

鉴于外部市场时机及监管政策对公司财务研究与实践影响的重要性,本文试图运用我国的数据,借鉴国外已有的研究方法,并结合我国实际情况对上市公司的股权再融资进行实证研究。本文所要研究的问题包括:在再融资监管政策的约束下,我国的股权再融资是否仍然存在市场择机效应?监管政策的变化又如何影响股权再融资的市场时机?探究这些问题,有助于丰富国内关于企业融资问题的相关理论研究成果,具有重要的理论意义。

而在现实市场中，企业的融资行为在微观上关系到企业的资本成本、资本结构、现金流量安排和控制权配置，在宏观上影响到整体资本市场的资金配置效率和广大投资者的利益，因此本文对这些问题的研究，可以为监管部门制定上市公司股权再融资的相关监管政策提供有益的参考，从而具有重要的现实意义。

### 第三节 研究思路及框架

本文借鉴 Alti(2006)的做法，选择再融资公司数量来判断再融资行为的热市(Hot Market)、冷市(Cold Market)，以此度量市场时机，并将在沪深两市进行股权再融资的 A 股上市公司（非金融类）作为研究对象，结合证券市场的再融资监管政策，对我国再融资监管政策下的市场择机效应进行了实证研究。

图1是本文的研究思路和分析框架。全文的研究分六部分：第一章（即本部分）为研究综述，介绍本文的研究背景，并提出本文的研究动机与目的，介绍本文的研究思路及框架。第二章介绍我国上市公司股权再融资的政策演变，并对证券监管的原因进行了总结。第三章为文献回顾，包括市场择机的理论基础和实证研究的回顾。第四章是研究设计，具体为：数据来源与样本选择、研究变量的定义及度量、研究假设和研究程序。第五章为实证研究结果与分析，首先基于全样本对再融资的市场择机效应进行检验，然后分离配股、增发样本，并加入再融资政策变量，对再融资的市场择机效应进行检验；最后分析了再融资政策变化对融资规模的影响。第六章是研究结论与讨论，得出本文的研究结论并进行相关讨论，指出本文研究过程中存在的一些局限性问题，并提出未来研究的改进方向。

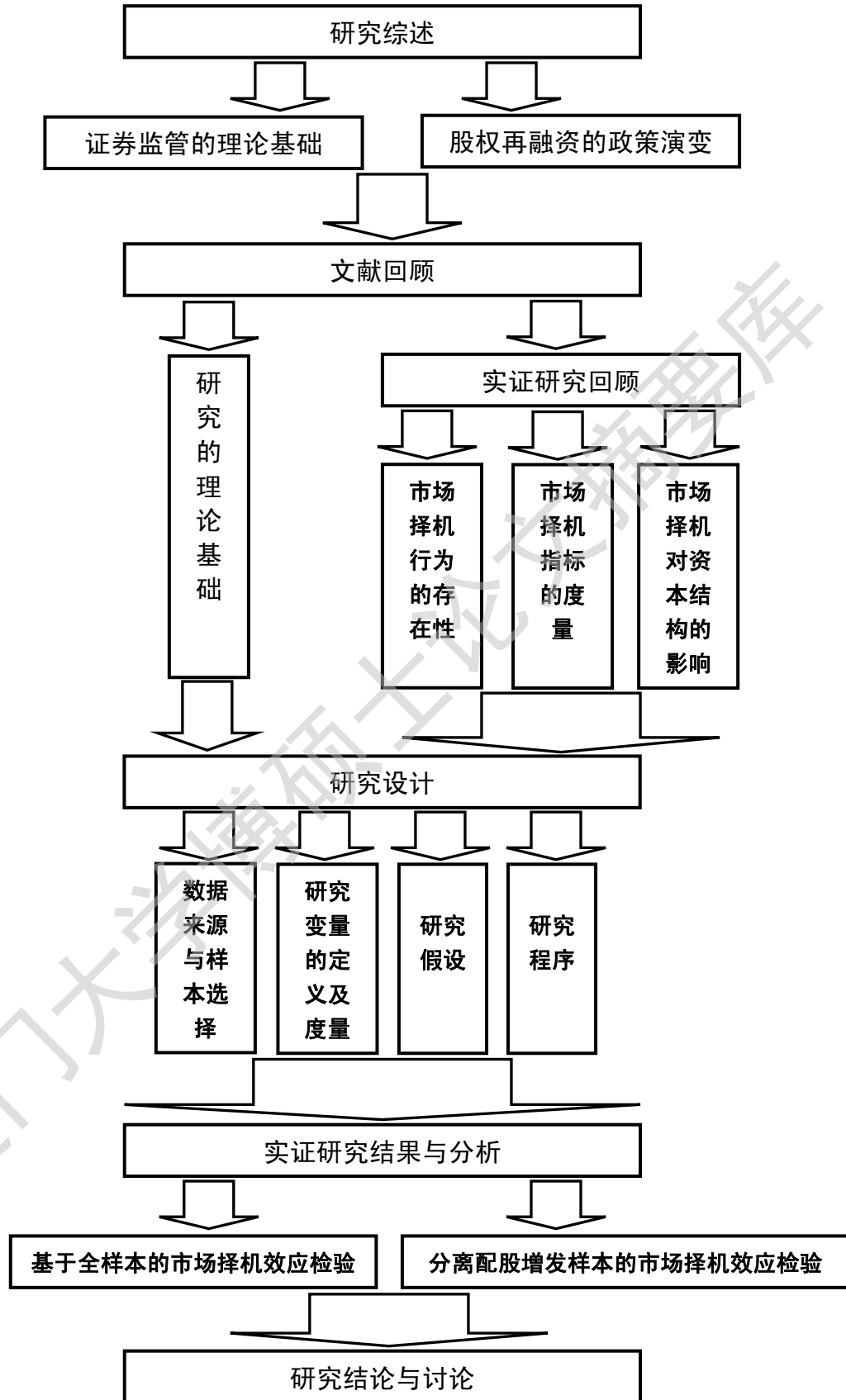


图1 论文的研究框架图



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库